

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

OTTOBRE/DICEMBRE

2020

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, GABRIELLA CAZZETTA, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBAIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Banking e shadow banking al tempo del covid-19: riflessioni nella prospettiva del market in Crypto-assets (MiCA)

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. Il ruolo dell’innovazione regolamentare e finanziaria nello *shadow banking system* – 3. Nuovi strumenti e nuovi mercati per lo *shadow banking intermediation process*: le possibilità del MiCA. – 4. La prospettiva di una *regulatory governance* dell’innovazione finanziaria e dello *shadow banking system*

1. Introduzione

Il mercato interno offre evidenze che inducono a riflettere sull’incidenza delle politiche volte a fronteggiare gli effetti economici dell’emergenza sanitaria sull’attività e sul patrimonio degli enti creditizi¹. In tale contesto, misure monetarie e fiscali prendono a riferimento i canali dell’intermediazione bancaria², di modo tale che le banche divengono componenti essenziali di un intervento pubblico che si propone di supportare l’economia reale attraverso l’incremento dell’offerta di finanziamenti e la riduzione dei relativi tassi di interesse (indipendentemente dall’effettivo peggioramento del merito creditizio delle imprese)³.

¹ Si veda, per tutti, European Commission, European Economic Forecast, Istitutional Paper 136, Novembre 2020, 9 ss. con riferimento al possibile outlook dell’economia europea; in generale, cfr. F. CAPRIGLIONE, *Emergenza coronavirus e finanza sostenibile*, in AA.VV., *Covid-19 emergenza sanitaria ed economica*, Bari, 2020, 13 ss.; M. SEPE, *Covid: un significativo acronimo: “Come Ovviare Virtuosamente (all’)Innalzamento (del) Debito”* e V. TROIANO, *Misure di sostegno alle imprese nel Decreto “Rilancio”*, entrambi in *Nuova giur. comm.* 2020.

² Cfr. M. DRAGHI, *We face a war against coronavirus and must mobilize accordingly*, in *Financial Times*, 25 marzo 2020; *Coronavirus, l’intervento integrale di Draghi sul Ft: “Quella contro il Covid-19 è una guerra e dobbiamo muoverci di conseguenza”*, in *Ilfattoquotidiano.it*, 26 marzo 2020, ove si rappresenta che «le banche devono cominciare rapidamente a prestare fondi a costo zero alle aziende disposte a salvare posti di lavoro, e poiché in questo modo diventano di fatto un veicolo di politiche pubbliche, il capitale di cui hanno bisogno per svolgere questa attività deve essere fornito dai governi, sotto forma di garanzie statali su ogni ulteriore concessione di linea di credito o di prestiti».

³ Cfr. I. VISCO, *Intervento di apertura del Governatore Visco alla seconda conferenza Banca d’Italia-Bocconi su “stabilità finanziaria e regolamentazione”*, 22

A numerosi osservatori è apparsa evidente l'incidenza di politiche economiche che cercano di indurre stabilità ciclica, equità distributiva e, in definitiva, un uso efficiente delle risorse;⁴ ciò, in un contesto sociale fortemente condizionato dalle misure di contenimento dell'epidemia⁵.

Da qui, l'aspettativa di due *trends*, in parte contrastanti: da un lato, un sostegno quantitativo all'offerta di capitali formulata dalle banche (per effetto delle immissioni di liquidità e delle garanzie dello stato che danno contenuto alle politiche emergenziali del 2020)⁶ e, dall'altro, la riduzione delle possibilità operative (per effetto della contabilizzazione di perdite dovute al deterioramento degli attivi creditizi, cd. NPE⁷).

ottobre 2020, 2 ove si afferma che «The prompt and massive response of monetary and fiscal authorities prevented an immediate liquidity crisis, which would have had profound economic and financial stability consequences. Central banks reacted swiftly to market turmoil in March by deploying a wide array of emergency liquidity facilities and new asset purchase programmes. Further lending support was also provided through the introduction of funding facilities for banks conditional on them granting new loans to the real economy».

⁴ Cfr. R. MASERA, *For a resilient, sustainable, and inclusive recovery in Europe: challenges and proposals in response to the pandemic crisis*, in *L. & Econ. Year. Rev.*, 2020, 61 ss.

⁵ Cfr. G. MONTEDORO, *Emergenza Covid-19 e regolazione dell'economia: giuristi ed economisti a confronto*, in AA.VV., *Covid-19 emergenza sanitaria ed economica*, Bari, 2020, 121 ss. ove l'A. valuta la pandemia alla stregua di «un fattore di accelerazione ... di contraddizioni preesistenti a vari livelli del sistema sociale ed economico», evidenziando il problema del «polimorfismo amministrativo» di una «democrazia che è rimasta in sospenso fra quella ... liberal-liberista ... [e la] democrazia-sostantiva-pluralista-solidale».

⁶ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Il D.L. Liquidità. Una scommessa pericolosa per le banche*, in www.apertacontrada.it, 10 aprile 2020; I. SABBATELLI, *Covid-19 e merito di credito*, in *Nuova giur. comm.*, 2020; D. ROSSANO, *La valutazione del merito creditizio nel Decreto "Liquidità": nota a margine di due ordinanze ex art. 700 c.p.c.*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, 124 ss. per la disamina di una dinamica giurisprudenziale volto ad accentuare tale tendenza; si veda altresì L. DEDOLA – G. GEORGIADIS – J. GRÄB – A. MEHL, *Does a big bazooka matter? Quantitative easing policies and exchange rates*, 20 ottobre 2020.

⁷ Cfr. V. LEMMA, *Banks' balance sheet in the time of Covid-19*, in *L. & Econ. Year. Rev.*, 2020, 133.

Utile richiamare le considerazioni di R. MASERA, *L'eccesso di risparmio in Europa: per un approccio diverso di politica economica*, in AA.VV., *Europa e sfide globali. La svolta del Green Deal e del Digitale*, Roma, 2020.

Appare, quindi, utile evidenziare sin d'ora le conclusioni cui potranno pervenire le dinamiche evolutive del mercato dei capitali a seguito di un'accelerazione del ricorso ad innovazioni tecnologiche al fine di ovviare alle misure in corso al tempo del Covid-19⁸. Ed inverso, sembra che il sistema bancario sia destinato ad accogliere le sole operazioni maggiormente sicure, per tali intendendosi quelle che presentano parametri compatibili con le prescrizioni di vigilanza prudenziale, cui corrispondono tassi di interesse di livello minimale per effetto delle politiche monetarie e fiscali (un coacervo di strumenti e disposizioni che spaziano dal Pandemic emergency purchase program, cd. PEPP, della BCE alle garanzie degli Stati nazionali⁹).

In tale contesto, lo shadow banking system diviene una componente del mercato del rischio di credito, in quanto destinato a soddisfare - da un lato - i soggetti bisognosi di capitali che domandano finanziamenti a condizioni incompatibili con i parametri della vigilanza prudenziale e - dall'altro - gli investitori che offrono capitali a condizioni di rendimento incompatibili con i tassi di interesse fissati dalla BCE¹⁰.

Sul piano giuridico, si versa in presenza di una realtà che induce a riflettere sulle tipologie operative che danno contenuto alla circolazione dei capitali.¹¹ Sorge, infatti, il dubbio che gli enti creditizi siano proiettati verso un'attività creditizia che impieghi risorse monetarie della banca centrale piuttosto che il risparmio raccolto tra il pubblico.

⁸ Cfr. A. DAVOLA, *Intermediazione inefficiente. sviluppo di un modello di definizione degli obblighi di supervisione e responsabilità dell'intermediario finanziario nei processi di robo-advisory alla luce della teoria dei giochi e della teoria economica dei contratti*, in *Rivista Elettronica di Diritto, Economia e Management*, 2020, 149 ss.

⁹ Cfr. T. FAVARO, *Gli interventi delle banche centrali sul mercato. Dalla regolazione al governo dell'economia*, in *Rivista Elettronica di Diritto, Economia e Management*, 2020, 38 ss.; D. FOÀ, *Il ruolo della vigilanza bancaria nel fronteggiare i rischi legati alla pandemia da Covid-19*, in *Rivista Elettronica di Diritto, Economia e Management*, 2020, 78.

¹⁰ Cfr. M. DRAGHI, *Addressing the causes of low interest rates*, in *ECB, Frankfurt*, 2 maggio 2016; si veda, in particolare, Lemma, *The shadow banking system*, London, 2016, 37 ss.; F. CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, 1 ss.

¹¹ Utile richiamare le considerazioni di ordine generale sollevate da A. ZOPPINI, *Il diritto privato e i suoi confini*, Bologna, 2020; cfr. M. PELLEGRINI, *Il diritto cybernetico nei riflessi sulla materia bancaria e finanziaria*, in *Scritti in Onore di Guido Alpa*, Padova, 2019, 351 ss.

Al medesimo tempo, ciò induce a riflettere sulla soggettività bancaria, apparentemente destinata a circoscrivere il proprio oggetto sociale ad un ambito ben delineato del mercato dei capitali. Da qui, l'interrogativo in ordine alla validità degli attuali confini della supervisione, nonché - nell'affermativa - la possibilità di un'estensione dell'intervento pubblico nella forma della 'regulatory governance'.

Alla luce di quanto precede appare evidente che l'emergenza sanitaria è un fattore di accelerazione del processo di regressione del sistema bancario costatato dall'inizio degli anni duemila.¹² Al presente, essa rappresenta uno shock nelle tradizionali dinamiche del mercato dei capitali e, al contempo, accelera la recente tendenza all'innovazione dell'industria finanziaria.¹³ Da qui, l'esigenza di valutare gli sviluppi più recenti dello shadow banking system, avendo riguardo all'ambiente favorevole per la disintermediazione che - come ha avuto modo di sottolineare la dott.ssa Togna in un recente intervento al Webinar '*Shadow banking? La gestione del credito da parte di soggetti bancario*' organizzato dal Centro Ferro Luzzi dell'Università Roma Tre - si determina in relazione ad un quadro congiunturale segnato da una tensione derivante dalle esposizioni non performanti, dall'annuncio di un progetto di 'bad bank EU' e dalle variegate iniziative di sistema (di matrice erariale).

2. Il ruolo dell'innovazione regolamentare e finanziaria nello shadow banking system

Nel contesto dianzi delineato, l'intervento dei organismi d'investimento determina una chiara erosione dell'attività tradizionalmente riservata alle banche e agli altri intermediari finanziari soggetti alla regolazione prudenziale¹⁴. In tale contesto, l'emersione di

¹² Cfr. Financial Stability Board, Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2019, 19 gennaio 2020, 10 per una disamina delle principali tendenze globali.

¹³ Cfr. A. MIGLIONICO, *Innovazione tecnologica e digitalizzazione dei rapporti finanziari*, in *Contr. Impr.*, 2019, 1376 ss.; P. GAGGERO, *Diritto e rapporti economici: questioni di metodo e di merito in tempi di crisi economica di origine pandemica*, in *Nuova giur. comm.*, 2020; F. CAPRIGLIONE, *Considerazioni a margine del volume il tramonto della banca universale?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2018, I, 1 ss.

¹⁴ Cfr. M. CIAN, *I FIA: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 293 ss.; F.

piattaforme informatiche rappresenta un fattore di facilitazione dell'accesso al mercato da parte di organismi siffatti.¹⁵

È utile specificare il ruolo dei fondi che erogano credito, la cui politica si incentra sull'investimento del patrimonio attraverso una relazionalità diretta con i debitori a seguito di valutazioni volte ad individuare una combinazione di rischi e di rendimenti in linea con gli obiettivi posti a fondamento del *business plan* del fondo stesso. A ciò si aggiunga il rilievo dei fondi che investono in crediti erogati dalle banche (siano questi ultimi deteriorati o meno), laddove l'investimento del patrimonio può avvenire anche previo apporto dei crediti stessi da parte delle banche che li hanno erogati. Trattasi, in definitiva, di fattispecie operative destinate a comprimere la dimensione del comparto bancario, vuoi per effetti concorrenziali (dovuti all'assunzione di *quote di mercato* da parte dei fondi di *lending*), vuoi per effetto della riduzione degli attivi creditizi (per effetto del conferimento attraverso una cessione *pro soluto*).

Si versa, dunque, in presenza di innovazioni regolamentari che, avendo riguardo alla sostanza dell'operazione economica, determinano l'emergere di una chiara alternativa all'esercizio del credito.¹⁶ Ne deriva la conseguenza che i gestori di Oicr siffatti possono offrire strumenti finanziari che presentano un collegamento diretto con i diritti di credito, con l'utile risultato di ridurre gli oneri connessi al *warehousing* dei crediti che dovrebbe seguire la fase di *origination*, *scoring*, *rating* e *securitization* che in passato erano necessarie affinché un portafoglio di crediti fuoriuscisse dall'ente creditizio che lo aveva erogato per circolare nel mercato finanziario attraverso operazioni di *credit enhancement*, *maturity transformation* e *leveraging*. In altri termini, gli Oicr di crediti proiettano i propri attivi direttamente all'interno delle dinamiche della *market-based financing*.

ANNUNZIATA, *OICR di "private equity" e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile?*, in *Banc. imp. soc.*, 2018, 207 ss.

¹⁵ Cfr. V. LEMMA, *Fintech platforms: the role of financial regulation*, in *Open review of management, banking and finance*, 2018; A. MINTO, *FinTech and the "Hunting Technique": How to Hit a Moving Target*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2017.

¹⁶ Cfr. Financial Stability Board, *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*, 14 febbraio 2017

Alla luce di quanto precede, si comprende il ruolo delle piattaforme informatiche che, in modalità variegata, mettono in relazione i soggetti bisognosi di capitale con altri disponibili a soddisfare tale bisogno attraverso operazioni di finanziamento. Trattasi di strumenti che consentono di veicolare l'offerta di enti creditizi e di altri soggetti che - come nel caso degli Oicr di credito - sono sottratti ai limiti della vigilanza prudenziale.¹⁷ Al di là delle evidenti asimmetrie competitive che intercorrono tra tali enti e soggetti (per effetto degli oneri prudenziali che gravano sui primi),¹⁸ occorre evidenziare che tali piattaforme consentono l'affermazione di una forma di *digital lending* che proietta i potenziali debitori verso la possibilità di assumere configurazioni patrimoniali maggiormente rischiose rispetto a quelle richieste delle banche, ferma l'esigenza di corrispondere rendimenti adeguati a remunerare l'esposizione al rischio assunta dai creditori di nuovo tipo.¹⁹

È utile, altresì, far presente che talune piattaforme danno contenuto al mercato secondario del credito, in quanto vi sono le premesse regolamentari affinché gli strumenti finanziari (cui soggiacciono i crediti dello shadow banking system) possano essere - a loro volta - offerti ad altri operatori.²⁰ Trattasi di operatori che, a ben considerare, possono altresì strutturare una sequela di cartolarizzazioni che realizzino trasformazioni (di *maturity*, *rating* e *return*) tali da consentire l'emissione di strumenti che presentino una combinazione di rischio e rendimento compatibile con le dinamiche di mercato.

Concludendo sul punto, non vanno omissi di considerare i profili creditizi dell'attività dei cd. Big-tech (e cioè delle imprese che hanno

¹⁷ Cfr. S.C. BERGER – F. GLEISNER, *Emergence of Financial Intermediaries in Electronic Markets: The Case of Online P2P Lending*, in *BuR Business Research Journal*, 2009, ove si ha riguardo ad evidenze empiriche riferibili a prestiti originati nell'ambiente digitale.

¹⁸ Cfr. M. KLAFFT, *Online Peer-to-Peer Lending: A Lenders' Perspective*, SSRN Research paper no. 1352352, 2009

¹⁹ Cfr. R.P. BARTLETT – A. MORSE – R. STANTON – N. WALLACE, *Consumer Lending Discrimination in the FinTech Era*, in *UC Berkeley Public Law Research Paper*, 2017, con riferimento alla discriminazione che, nel settore digitale, può verificarsi sia nelle decisioni ancorate a meccanismi di punteggio algoritmico, con l'ovvia conseguenza di rischi connessi ad una discriminazione statistica.

²⁰ Cfr. A. TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contr. Imp.*, 2014, 519 ss.

riscontrato un incommensurabile successo nell'information economy).²¹ Non v'è dubbio, infatti, che l'attività di concessione di finanziamenti da parte di questi *giganti* ai soggetti che accedono alle loro piattaforme commerciali non possono restare al di fuori dell'interesse del regolatore; anche se ciò potrebbe apparire conforme all'esclusione prevista dall'art. 3, comma 2, Decreto del MEF, 2 aprile 2015, n. 53, con riferimento ai 'soggetti appartenenti alla medesima filiera produttiva o distributiva'. Va da sé che tali finanziamenti potrebbero anche rimanere all'interno del patrimonio delle imprese che gestiscono le predette piattaforma, tuttavia essi rappresenterebbero attivi appostati a fronte di fonti raccolte anche attraverso l'emissione di azioni, donde l'aspettativa che il rischio e il rendimento dei predetti finanziamenti interagisca con i profili finanziari delle azioni stesse.

3. Nuovi strumenti e nuovi mercati per lo shadow banking intermediation process: le possibilità del MiCA

Alla luce di quanto precede, la riflessione sulle tipologie operative che danno contenuto al mercato creditizio si proietta verso l'individuazione di innovazioni regolamentari che, in termini di beni e attività, appaiono destinati a sostenere lo sviluppo dello shadow banking system.²²

In primo luogo, si ha riguardo all'applicazione delle tecnologie algoritmiche agli strumenti finanziari che danno contenuto alle transazioni di mercato alternative ai circuiti bancari. Trattasi di una digitalizzazione che può determinare un aumento delle qualità di cui uno strumento deve disporre per circolare nei *conduits* dello *shadow*

²¹ Cfr. D. ZETZSCHE - BIRTHISTLE – D. ARNER – R.P. BUCKLEY, *Digital Finance Platforms: Toward a New Regulatory Paradigm in European Banking Institute (EBI) Working Paper Series No. 58/2020*, ove si evidenzia che le gigantesche piattaforme della finanza digitale stanno avendo un impatto significativo sulla società, sicché - individuando le ragioni economiche della ascesa di questi leviatani finanziari - gli A. propongono un quadro giuridico per mitigare i rischi, avendo riguardo alla stabilità finanziaria, alla protezione dei consumatori, all'antitrust e alla sicurezza informatica.

²² Cfr. L. VOELLMY, *Shadow Banking and Financial Stability Under Limited Deposit Insurance*, in *ESRB: Working Paper Series*, 2019 ove si evidenzia il rapporto tra il sistema bancario ombra e la stabilità finanziaria avendo riguardo alla circostanza che le *shadow entities* fanno riferimento a depositi non assicurati, mentre gli enti creditizi possono offrire specifiche tutele ed assicurazioni dei depositanti.

credit intermediation process, in quanto la prima consente la tracciabilità delle trasformazioni adottate in ogni fase del processo di intermediazione del sistema ombra e, in generale, l'ulteriore sfruttamento del potenziale della finanza digitale in termini di innovazione e concorrenza, consentendo nel contempo di misurare gli elementi di rischio.²³

In secondo luogo, a fronte della predetta digitalizzazione va posta la prospettiva della regolamentazione di un mercato dedicato a strumenti siffatti.²⁴ Rileva, al riguardo, la prospettiva assunta ad una recente proposta legislativa della Commissione europea volta a chiarire che l'attuale definizione di strumenti finanziari è destinata a comprendere anche gli strumenti finanziari basati sulla DLT e, in conseguenza di tale apertura, ad introdurre un regime disciplinare dedicato alle infrastrutture di mercato in grado di supportare l'applicazione dell'innovazione tecnologica alle dinamiche degli scambi.²⁵

Al riguardo, la dimensione continentale appare adeguata per istituire un quadro sicuro e proporzionato a sostegno dell'innovazione e della concorrenza leale nell'esecuzione degli scambi di strumenti finanziari che rappresentino i crediti dello shadow banking system.²⁶ Ne conseguirebbe, infatti, un presidio per l'integrità del mercato, dato che gli scambi in parola appaiono destinati a colmare il vuoto lasciato dalla contrazione dell'offerta bancaria tradizionale (che - come si è anticipata - risulta circoscritta alle operazioni di finanziamento maggiormente sicure).²⁷ Da qui, l'apprezzamento di un mercato di nuovo tipo,

²³ Cfr. V. LEMMA, *Fintech regulation*, Cham, 77 ss.

²⁴ Si veda, al riguardo, FINK, *A Fundamental Reshaping of Finance*, 2020, disponibile su www.blackrock.com

²⁵ Cfr. Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, Bruxelles, 24.9.2020 - COM(2020) 593 final - 2020/0265(COD)

²⁶ Utile richiamare L. ENRIQUES, *Stock Exchange Shutdowns in the Time of Coronavirus*, *Oxford Business Law Blog*, 12 March 2020 con riferimento all'ipotesi di chiusura dei mercati regolamentati a seguito dell'emergenza epidemiologica.

²⁷ Cfr. J. ABAD – M. D'ERRICO – N. KILLEEN – V. LUZ – T. PELTONEN – R. PORTES – T. URBANO, *Mapping the Interconnectedness between EU Banks and Shadow Banking Entities*, in *ESRB: Working Paper Series*, 2017, per un riferimento alle esposizioni delle banche dell'UE verso shadow entities all'interno del sistema finanziario globale, in una prospettiva macroprudenziale. Significativa, in tale contesto, l'identificazione dei potenziali canali di feedback e di contagio derivanti dai collegamenti delle banche e delle entità del sistema bancario ombra.

configurato attraverso misure di salvaguardia per far fronte ai potenziali rischi per la stabilità finanziaria e la politica monetaria ordinata che potrebbero scaturire da un'impropria applicazione dell'innovazione finanziaria.²⁸

Sul piano giuridico, appare apprezzabile l'opzione - da parte della Commissione - per un'impostazione regolamentare che, nel disciplinare una nuova tipologia di strumento finanziario, ne valorizzi l'applicazione alle operazioni dello shadow banking quale 'rappresentazione digitale di valore o di diritti'; ciò in quanto le potenzialità di innovazioni siffatte sono in grado di apportare vantaggi significativi in termini di trasparenza e stabilità.²⁹ Ed invero, se per un verso l'utilizzo delle innovazioni più recenti può consentire un approccio maggiormente economico ed inclusivo alla circolazione dei capitali, per altro non va trascurato che gli scambi dello shadow banking si proietta verso il ricorso a strumenti e mercati che fanno applicazione della tecnologia algoritmica in considerazione.³⁰ Da qui, la esigenza di stabilire un quadro normativo dedicato a 'cripto-attività' e 'crypto-mercati', nonché l'opportunità per ulteriori approfondimenti sui meccanismi di regtech e suptech (che dovrebbero presidiare il corretto funzionamento degli strumenti e dei mercati in parola).

Soffermandoci sulla prospettiva da ultimo richiamata, viene in considerazione la proposta di un 'Market in Crypto-Assets' (MiCA)

²⁸ Cfr. P. LUCANTONI, *Short-selling e crisi pandemica: la prospettiva regolatoria nel mercato azionario*, in questa *Rivista*, 2020, 424 ss. ove si ricorda che la conformazione del mercato finanziario avviene regolando, con norme proibitive, attributive e conformative, vuoi i requisiti dei soggetti partecipanti al mercato e degli oggetti in esso scambiati, vuoi le vicende modificative delle situazioni soggettive di cui risultano titolari i soggetti coinvolti nel mercato in relazione ai beni oggetto del mercato stesso, all'uopo richiamando N. IRTI, *Diritto e mercato*, in *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1999, XIV e M. LIBERTINI, *Il mercato: i modelli di organizzazione*, in *Tratt. dir. comm. dir. pubb. ec.*, III, Padova, 1979, 359 ss.

²⁹ Analogamente è a dirsi per la scelta di un 'regolamento europeo', laddove l'immediata applicazione di quest'ultimo appare in grado di evitare asimmetrie collegate ad opzioni nazionali; asimmetrie che non sarebbero compatibili con la dimensione transnazionale del fenomeno in esame.

³⁰ Cfr. V. MIRRA, *Emergenza covid-19: tra interventi per il mercato finanziario e bisogno di semplicità per il cliente. Il virus accelera il fintech e la necessità di educazione finanziaria*, in *Rivista elettronica di Diritto, Economia, Management*, 2020, 197 ss.

formulata dalla Commissione europea.³¹ Rileva, in particolare, una costruzione che si ancora all'introduzione di un insieme fondato sulla riserva di attività; riserva riferita sia alla prestazione di 'servizi per le crypto-attività', sia alla gestione di 'piattaforme di negoziazione di crypto-attività'.³² Non v'è dubbio che il richiamo all'istituto della riserva di attività evidenzi l'intenzione di sottoporre a controllo i soggetti che si cooperano per l'interazione di molteplici interessi riguardanti per l'acquisto e la vendita degli strumenti finanziari in parola, con la conseguenza di sottoporre al controllo pubblico le attività necessarie per addivenire alla conclusione di contratti relativi allo scambio di tali strumenti.

A ben considerare, l'affermazione di una regolazione siffatta proietta il sistema bancario ombra verso un ambiente di maggiore sicurezza, migliorando le qualità dell'offerta creditizia alternativa al settore bancario in quanto sostenuta da un mercato regolamentato (che accoglie lo scambio degli strumenti risultanti dalle catene di operazioni dello *shadow credit intermediation process*) che conferisce trasparenza nella gestione dei rischi (ancorché superiori a quelli ammessi dalla regolazione prudenziale), nella allocazione delle risorse (ancorché accessibili a debitori meno meritevoli di quelli bancari) e nella determinazione dei rendimenti (ancorché superiori a quelli calcolati con riferimento ai tassi di interesse delle banche centrali).

³¹ Per una prima lettura, cfr. D. ZETZSCHE – F. ANNUNZIATA – D. ARNER – D. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy*, in *European Banking Institute Working Paper Series No. 2020/77* ove si evidenzia che la Commissione UE ha proposto una regolamentazione su misura per siffatte attività; essa, a ben considerare, si basa sull'attuale corpus della normativa UE in materia finanziaria e su un regime di prospetto su misura per i crypto-asset, previa supervisione da parte delle autorità nazionali e dell'Autorità bancaria europea.

³² Cfr. AA.VV., *Crypto-Assets: Implications for Financial Stability, Monetary Policy, and Payments and Market Infrastructures*, ECB Occasional Paper No. 223, 2019, per una sintesi dell'analisi della Task Force della BCE per i cryptoassets. In essa, infatti, si evidenzia una caratterizzazione dei cryptoassets che possa supplire alla assenza di una definizione comune, quale base per lo sviluppo di monitoraggi ed analisi coerenti di questo fenomeno. Ciò, induce a ritenere che, nel mercato attuale, i rischi o le potenziali implicazioni dei crypto-assets sono limitati e/o gestibili sulla base dei quadri normativi e di sorveglianza esistenti, anche se appaiono maturi i tempi per riservare l'esercizio di attività siffatte a soggetti vigilati.

4. *La prospettiva di una regulatory governance dell'innovazione finanziaria e dello shadow banking system*

Nei tempi recenti, è sempre più evidente l'intento dei *policymaker* di ricondurre ad unitarietà il mercato dei capitali, salvaguardandone il pluralismo delle forme operative da cui si originano gli scambi che consentono la creazione e la circolazione della ricchezza.³³ Non v'è dubbio che tale intento sia riconducibile al paradigma classico dell'intervento pubblico in quanto, a fronte di accelerazioni improvvise ed impreviste della realtà operativa (quali sono quelle imprese dall'emergenza finanziaria e dall'evoluzione tecnologica), per solito le dinamiche regolamentari cercano di cogliere i tratti essenziali delle innovazioni (alternative a quelle di matrice tradizionali) e di governare i fenomeni evolutivi di maggior rilievo (in termini quantitativi o prudenziali). Sicché, al presente, si individuano le condizioni per una *regulatory governance* del mercato dei capitali che ne asseconi lo sviluppo secondo direttrici compatibili con i principi cui si informa l'ordinamento giuridico europeo³⁴.

Alla luce di quanto precede, si coglie una *strategia* di intervento modulare, laddove il regolatore appare aperto all'affermazione di nuovi soggetti che possano investire il proprio patrimonio al di fuori dei tradizionali limiti prudenziali (volti a contenere l'esposizione del patrimonio di una banca ai rischi di credito).³⁵ Analogamente è a dirsi

³³ Cfr. Communication from the commission to the european parliament, the council, the european economic and social committee and the committee of the regions, *A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan*, COM/2020/590 final

³⁴ Cfr. M. HUERTAS, *The Phasing Out of the UK's Financial Services Handbook: A Missed Opportunity for the EU's Single Rulebook and the Capital Markets Union Project?*, SSRN research paper no. 3508906, 2016; ID., *Capital Markets Union and the Need for Greater Retail Investor Participation in Financial Markets: Is Now the Time for an EU-wide ISA?*, SSRN research paper no. 3508909, 2016.

³⁵ Cfr. J. MARTINEZ – T. PHILIPPON – M. SIHVONEN, *Does a Currency Union Need a Capital Market Union? Risk Sharing via Banks and Markets*, in CEPR Discussion Paper No. DP14220, 2019 i quali confrontano le dinamiche di condivisione del rischio in risposta agli shock della domanda e dell'offerta in quattro tipi di unioni valutarie: mercati segmentati, unione bancaria, unione del mercato dei capitali e mercati finanziari completi. Utile segnalare, ai nostri fini, la conclusione secondo cui un'unione bancaria è efficiente nel condividere tutti gli shock della domanda interna (deleveraging, consolidamento fiscale), mentre un'unione del mercato dei capitali è

per l'apertura verso nuove forme di circolazione dei capitali che si fondano sull'investimento e l'emissione di strumenti finanziari destinati a circolare nel mercato finanziario (invece che sulla riferibilità al patrimonio di un ente vigilato). Trattasi, in definitiva, di una modalità di governo della finanza che appare destinata ad arricchire il pluralismo delle tipologie soggettive e degli schemi negoziali, sicché appare ipotizzabile una graduazione delle forme di intervento, atte a segregare i diversi gradi di esposizione di un investimento al rischio (in modo tale da circoscrivere l'intervento delle banche ai segmenti più sicuri del mercato dei capitali).

Avendo riguardo, poi, agli *obiettivi* della strategia in considerazione, appare trasversale la ricerca di adeguati livelli di resilienza del mercato finanziario, in una prospettiva che appare sempre più aperta alla verifica della sostenibilità delle dinamiche socio-economiche sottostanti agli scambi di capitali in parola. Va da sé che obiettivi siffatti debbono esser in linea con le finalità proprie della vigilanza in materia bancaria e finanziaria, atteso che l'estensione degli ambiti del controllo pubblico potrebbe porre le condizioni per dar corso alla disintermediazione bancaria in un contesto di piena regolarità operativa.³⁶ Non si tratta solo di introdurre condizioni di parità concorrenziale tra le banche e le nuove tipologie operative, ma anche di porre le premesse per forme di interlocuzione, collaborazione ed integrazione tra le imprese di nuovo tipo ed i gruppi bancari (intenzionati ad espandere la loro dimensione secondo linee di business che non sono internabilizzabili dagli enti creditizi a causa delle limitazioni poste dalla regolazione prudenziale).

Strategie ed obiettivi di una *regulatory governance* siffatta sembrano cogliere gli elementi essenziali delle forme di intermediazione alternative all'offerta delle banche; elementi che travalicano i confini dei presidi prudenziali, ma appaiono destinati a soggiacere ai limiti della trasparenza (e, quindi, della cognizione dei rischi sottostanti agli

necessaria per condividere gli shock dell'offerta (shock di produttività e di qualità). Da qui, una sollecitazione al regolatore europeo, il quale appare propenso verso l'ampliamento delle forme in cui si possono organizzare gli scambi e le relative sedi, senza tuttavia accelerare verso l'unificazione delle modalità di controllo.

³⁶ Cfr. C. JORDAN – A. JAIN, *Diversity and Resilience: Lessons from the Financial Crisis*, in *University New South Wales Law Journal*, 2009; N. JENKINSON – M. MANNING, *Promoting Financial System Resilience in Modern Global Capital Markets: Some Issues*, in *Law and economics of risk in finance*, 2007, 75 ss.

strumenti finanziari all'uopo utilizzati) e della sostenibilità (e, quindi, abbia riguardo alle esternalità che le operazioni di cui trattasi possono produrre nel mercato di riferimento). C'è quindi una specificità comune tra le sfide poste dall'emergenza e quelle poste dall'innovazione; specificità che - come abbiamo visto - non esaurisce il proprio valore nel contesto del ridimensionamento del comparto bancario, ma estende la propria valenza nel riferimento al complesso quadro interventistico che deve esser adottato dal regolatore per assecondare il processo evolutivo che sta interessando il mercato del credito³⁷. Da qui, la prospettiva di innovazioni regolamentari che, in linea con i principi di *law and economics*, orientino le forme operative verso condizioni di equilibrio in grado di assicurare un costante ed efficiente afflusso di risorse verso gli operatori che siano in grado di massimizzarne l'impiego a beneficio dell'economia reale e del benessere sociale.

³⁷ Cfr. A.A. DOLMETTA, *Prospettive e problemi del credito pandemico coperto da garanzia statale*, in questa *Rivista*, 2020, I, 253 ss.; il quale, per un verso, sottolinea l'incertezza di più parti dell'intervento legislativo, la problematicità di livello tecnico della normazione e la necessità, in ogni caso, di un forte lavoro ermeneutico e, per altro, espone ragioni variegiate per tutelare la domanda di credito.